

"לא מצאנו שום עדות למעשה לא חוקי"

כך סיכמו חוקרי ה־SEC את הטיפול באחת משבע התלונות שקיבלה הרשות לאורך השנים נגד ברנרד מיידוף. כעת מתברר שהחקירות היו רשלניות, החוקרים נמנעו מלבקש ייעוץ, בדיקות בסיסיות לא נעשו ומעמדו של מיידוף השפיע אף הוא. מאמר שני < יהודה ברלב

התלונה לא כללה עובדות ספציפיות והמתלונן לא היה איש BMIS ולא משקיע שנפגע. עם זאת, בשל הסכומים המשמעותיים המעורבים, ביקש הצוות של SEC, תוך נקיטת לשון זהירה, מ־BMIS מסירה מרצון של מסמכים מסוימים, משתי קרנות הגידור שהיו לקוחות שלה.

הצוות מצא, כי בבדיקה שערך ה־SEC מוקדם יותר באותה שנה, היטעה מיידוף את צוות הבדיקה לגבי אופי אסטרטגיית ההשקעות של החברה והסתיר מידע על חשבונות מסוימים של לקוחות. למרות זאת, לא ייחס הצוות חשיבות להטעיה זו.

חוסר הבנה של התהליכים. לגבי שאלת קיום הצד שכנגד בעסקאות מסחר, נאמר בתכתובת דוא"ל פנימית⁸ של חוקרי ה־SEC: "אני עדיין תמה שברני תמיד מסוגל למצוא... צדדים נגדיים המוכנים לסחור באופציות בהיקפים שהוא צריך, עבור האסטרטגיה שלו, מבלי לגרום לאיבוד עשתונות בשוק.

"דיבורים על הקושי לקיים נזילות – נסה להתקשר עם סוחר־ברוקר גדול בארה"ב עם הוראת מסחר גדולה כל כך לאופציות. אני סמוך ובטוח, כי אתה תזעזע את השוק. אולי הצדדים הנגדיים מסוגלים לגדר עצמם איכ־שהו, אבל אני לא רואה איך".

הצוות שטיפל בתלונות נגד מיידוף ב־2006 לקה באי־הבנת היבטים בסיסיים וקריטיים של פעולותיו. הצוות התקשה להבין את אסטרטגיית המסחר הנחזית של המסחר, שאלת החזקת הנכסים בידי מיידוף ובאופן כללי כיצד הוא פועל.

והנסמכים על הרגולטורים בכלל. הליקויים דומים לאלו המתגלים בפעילותם של גופי אכיפה ורגולטורים רבים בעולם ובישראל. אך ספק אם אותם גופים קראו את הדוח, שיש ללמוד רבות ממנו וליישם את מסקנור תיו מהר ככל האפשר.

הכשלים בחקירות

"הרגשתי שבחנו מה שיכולנו, מצאנו כל מה שיכולנו, ואלו היו כמה טעויות קלות, בעיות קלות, אתה יודע, עם הביצוע הטוב ביותר בעשיית השוק, אבל לא מצאנו את הפתרון לתשואות האלה. מעולם לא מצאנו כיצד הוא עושה תשואות כאלה... אבל גם לא מצאנו שום עדות למעשה לא חוקי... אף פעם לא הצלחנו להבין איך הוא היה מסוגל להשיג תשואות גבוהות אלו באופן עקבי"⁵. להלן עיקרי הכשלים, לפי סדר אקראי.

מיקוד צר. דוחות החוקרים של ה־SEC סבלו מתופעות של "cherry picking" ("קטיפת דובדבן")⁶. תופעה זו חוזרת על עצמה פעם אחר פעם, ועוברת כחוט השני לאורך צוותי החקירה שנדרשו לחקור זוויות ותלונות שונות במשך למעלה מ־15 שנה.

התעלמות מקיום פעולות הסתרה. על פי אחת ההתכתובות הפנימיות של חוקרי ה־SEC⁷, קיבל צוות הרשות תלונה לפיה BMIS, הרשומה ברשות כסוחר־ברוקר בניו־יורק, מפעילה עסק לא מדווח של ייעוץ השקעות בהיקף של מיליארדי דולרים בשיטת פונזי.

בשנים 1992-2008, עד שברנרד מיידוף התוודה על תרמית הפור־נזי הגדולה בהיסטוריה,¹ קיבלה רשות ניירות ערך האמריקנית (SEC) שבע תלונות², שהעלו סימני אזהרה לגבי פעולות קרן הגידור של מיידוף. תלונות אלה היו אמורות לגרום ל־SEC לחקור את פעילותם של מיידוף וחברת Bernard Madoff Investment Securities LLC ("BMIS"), ובעיקר האם הם אכן משקיעים בשוק ההון או שמדובר בהונאה.

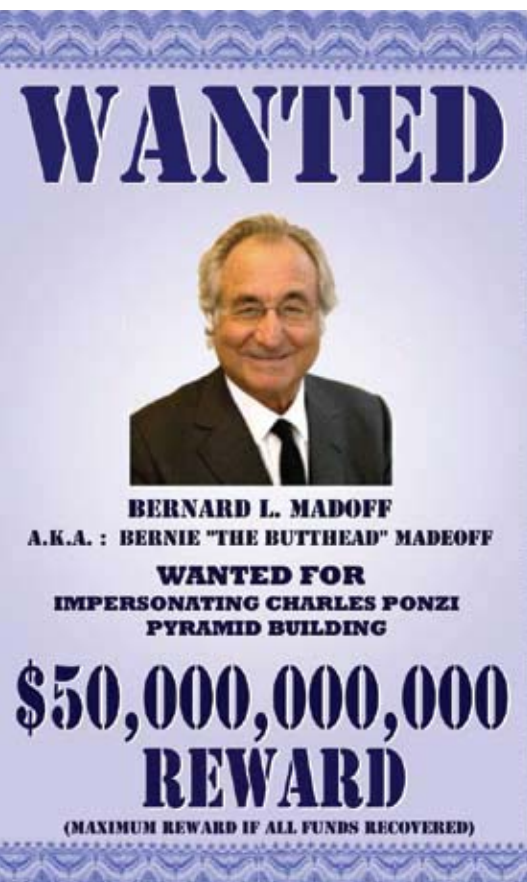
בתלונה האחרונה, במרס 2008, כותב המקור האנונימי: "תמצאו עניין בכך שמר ברנרד מיידוף מחזיק שני סטים של רישומים. הסט המעניין יותר הוא זה שעל המחשב שלו שתמיד עימו".

בדצמבר 2008 הורה יו"ר ה־SEC דאז, כריסטופר קוקס, למשרד המבקר הפנימי של הרשות, Office of Inspector General (OIG), לחקור את טיפול ה־SEC בתלונות נגד מיידוף. במהלך החקירה נגבו 140 הדו־עות מ־122 איש ונסקרו 3.7 מיליון תכתו־בות דוא"ל. המבקר הפנימי הגיש את הדוח באוגוסט 2009³, ובו 500 עמודים ולמעלה מ־500 נספחים⁴.

רשלנות ה־SEC והליקויים בניהול החקירות, כפי שנחשפו בדוח ה־OIG, צרי־כים להדאיג את העוסקים בשוק ההון בפרט

רו"ח יהודה ברלב,

משרד ברלב ושות' - ביקורת חקירתית



מנעו בין היתר בקשות סיוע של צוותי החקירה (על מנת שלא לחשוף את חוסר הבנתם), תיאום בין היחידות השונות ב-SEC והעברת מידע ביניהן ופנייה לגורמים שלישיים למידע או לעזרה. תופעה זו, המוכרת גם במערכות אכיפה אחרות, גורמת לתקלות ונזקים לא מעטים לציבור.

השתלשלות הכסלים

שנת 1992

התלונה הראשונה שהובאה לידיעת ה-SEC, ביוני 1992, התייחסה להאשמות שהעלו לקוחות בחברת ההשקעות (A&B) Avellino & Bienes. הלקוחות הציגו לרשות מסמכים של A&B, המציעים השקעות "בטוחות ב-100%" שהוגדרו כהלוואות, עם שיעורי תשואות גבוהים ועקביים לאורך זמן ניכר. A&B היה מועדון אקסקלוסיבי של לקוחות, ומשקיעים מסוימים קיבלו שיעורי תשואות גבוהים מאחרים.

כאשר ה-SEC החלה לחקור את הנושא, התברר, כי למיידוף היתה שליטה מלאה על כל פקדונות הלקוחות של A&B והוא זה שקיבל את כל החלטות ההשקעה בהם. לפי אבלינו, מיידוף השיג תשואות עקביות במשך מספר שנים ללא כל הפסד, וזאת באסטרטגיה פשוטה: השקעה לטווח ארוך במניות של חברות "פורצ'ן 500", עם פעולות גידור על מדד S&P.

ה-SEC חשד ש-A&B עצמה מנהלת השקעות בשיטת פונזי. עם זאת, מיקוד החוקרים את מאמציהם בהבטחה שכל המשקיעים בחברה יקבלו את השקעותיהם, כפי שאכן נעשה. החוקרים לא העלו אפשרות שהכסף שהוחזר למשקיעים נלקח למעשה מלקוחות אחרים, כחלק משיטת פונזי גדולה יותר.

צוות החקירה של ה-SEC בדק בהקשר זה באופן מוגבל מאוד את הפעולות של מיידוף. הצוות היה בלתי מנוסה ולא עשה שום מאמץ לאתר את מקור הכסף לתשלום הפיצויים למשקיעים ב-A&B.

יתר על כן: למרות שחוקרי ה-SEC סקרו את הרישומים של DTC, הם השיגו רישור מים אלה ממיידוף עצמו, במקום להגיע ישירות ל-DTC ולברר אם אכן התנהלה פעילות

הצוות לא פנה לקבלת סיוע ממחלקות אחרות ב-SEC, כגון מומחים לפעילויות של סוחר-דילר וסניפיו בחו"ל. אם היו עושים כן, היו מגלים שמיידוף אינו רוכש ניירות ערך מסוחרים-דילרים זרים ו/או סוחר עימם באופציות.

"מחלה" זו, של חוסר הבנת פעילות המבוקר, ניתן למצוא גם בביקורת של רואי חשבון חיצוניים, שאינם יורדים לעומק המהות המדויקת של פעילות המבוקר, דרך יצירת הרווחים ותזרים המזומנים שלו.

התעלמות מהעובדות. במהלך תשאול⁹ לאחר שהודה בביצוע המעילה, אמר מיידוף, כי לאחר עדותו על החשבון שלו במסלוקת ניירות הערך (DTC)¹⁰ חשב שנחשף. לדבריו, הוא נדהם שלא נתפס, במיוחד משום שהחוקרים שאלו אותו: האם ניירות ערך אלה (מופקדים) ב-DTC? הם לחצו עוד יותר ושאלו: מה מספר החשבון שלך? מיידוף השיב: 646.

לדבריו, היה לו "ברור שהם החוקרים חשבו שמהו אינו כשורה... כאשר ביקשו את מספר החשבון ב-DTC, חשבתי שזה סיוע המשחק, הסוף. ביום שני בבוקר הם יתקשרו ל-DTC ובכך זה ייגמר... וזה לא קרה... כאשר יחידת האכיפה לא ביצעה מעקב מול DTC, נדהמתי". הכשל איפשר למיידוף להמשיך בפעילותו עוד שנתיים וחצי.¹¹

התעלמות מצדדים שלישיים לצורך אימות נתונים. למרות שהחוקרים ציינו, כי פעולות המסחר של מיידוף היו בלתי רגילות, הם לא פנו לצדדים שלישיים או לסוחרים בניירות ערך, לבירור היקפי המסחר האמיתי. החוקרים נימקו זאת מאוחר יותר, בכך שלא היה נהוג לפנות לצדדים שלישיים לקבלת מידע בזמן ניהול החקירה.

מתן חשיבות יתר למעמד הנחקר. צוותי החקירה הושפעו רבות מהמוניטין והמעמד שצבר מיידוף הן בשוק ניירות הערך והן מתפקידו הייצוגיים ומעמדו החברתי.¹²

מאבקי יוקרה וחטא היהרה (היבריס). על אף שהדברים לא נכתבו במפורש בדוח ה-OIG, ניתן לראות לכל אורך הדוח את הסיימפטומים הנובעים ממלחמות יוקרה בתוך הגופים השונים של ה-SEC ובין הרשות לגופים חיצוניים.

מאבקים אלה, שחלקם נבעו מיוהרה,

מסחרית, כמופיע בדוחות שקיבלו ממיידוף. למרות שהחוקר הראשי הצביע על כך שמכשיר ההשקעה שהוצע על ידי A&B כלל מספר "נורות אזהרה" והיה "חשוד", לא נעשה שום מאמץ לבחון את אסטרטגיית ההשקעה והתשואות שהתקבלו.

במקום זאת, צוות החקירה הביא לפעולת ענישה מוגבלת נגד A&B, בגין מכירת ניירות ערך בלתי רשומים למסחר, בהתעלם מפעולות ההונאה, ולא נקט בפעולות נוספות לבדיקת פעולות המסחר של BMIS.

היועצים המשפטים של ה-SEC שעבדו על תיק החקירה, היו מודעים לתשואות המפוקפקות ולכך שכל החלטות ההשקעה נעשו על ידי מיידוף, אבל מיקוד החקירה היה מוגבל לשאלה האם A&B מכרה ניירות ערך לא רשומים ולכן שפעלה כחברת השקעות ללא רישור.

רשלנות ה־SEC והליקויים בניהול החקירות, כפי שנחשפו בדוח ה־OIG, צריכים להדאיג את העוסקים בשוק ההון בפרט והנסמכים על הרגולטורים בכלל. הליקויים דומים לאלו המתגלים בפעילותם של גופי אכיפה ורגולטורים רבים בעולם ובישראל

למרות שהפעם העביר הסניף המקומי את התלונה לסניף האיזורי, זו נסגרה כבר למחרת, בין השאר משום שפעילותו של מיידוף לא נרשמה כפעילות של יועץ השקעות מורשה.

במאי 2001 פרסמו שני בטאונים כלכ־ליים מכובדים¹⁴ מאמרים המטילים ספק בתשואות העקביות הבלתי רגילות של מיידוף ובפעילויותיו החשאיות. מאמר אחד העלה סימני שאלה על התשואות החיוביות שנה אחר שנה וציטט מומחים ששאלו: כיצד איש אינו מצליח להשיג תשואות דומות תוך שימוש באותה אסטרטגיה?

כותרת המאמר השני היתה: "אל תשאלו, אל תספרו, ברני מיידוף כל כך חשאי, שהוא מבקש מלקוחותיו לשתוק". במאמר זה נערך ניתוח של תשואותיו המוצלחות של מיידוף, שהגיעו ל־15% לשנה במשך יותר מעשור. גם כאן נשאל, האם אסטרטגיית המסחר שלו יכולה להשיג תשואות כאלו לאורך זמן. ה־SEC היתה מודעת לפרסומים אלו, אולם לא פתחה בבדיקה לבירור הנתונים שהוצגו בהם.

שנת 2003

במאי 2003 הגיש מנהל קרן השקעות מוכר תלונה מפורטת, שבה שטח בפני ה־SEC סדרה של "דגלים אדומים" שקרן הגידור שבניהולו זיהתה אצל מיידוף, וכן צירף את

שמונה עמודים¹³ ולפיה: שיעורי התשואה אמיתיים, אבל הם נוצרים מתהליך שונה מזה שפורסם וידוע לציבור; כל הקרן אינה אלא פונזי; שיעורי התשואות אינם אפשריים באסטרטגיית המסחר המדווחת; מיידוף אינו מאפשר קיום בקורות חיצוניות. מקבל התלונה לא הבין את המידע שהוצג בה, וזו כנראה הסיבה שסניף ה־SEC שקיבל את התלונה לא בדק אותה ואף לא העביר אותה להנהלה הממונה עליו.

מגיש התלונה לא התייחס ובמרס 2001 הגיש תלונה מפורטת יותר, עם מידע וניתוח חים מעודכנים של התשואות שהציג מיידוף לעומת מדד S&P 500, ולפיהם התשואה שהשיג ירדה בשלושה חודשים בלבד, לעומת 26 חודשים של ירידות בשוק באותו פרק זמן. התשואה החודשית הגרועה ביותר של מיידוף היתה -1.44%, כאשר התשואה הגרועה ביותר של השוק היתה -14.58%. התלונה נתמכה על ידי שני בעלי ניסיון וידע בשוק ההשקעות.

ה־SEC שכר משרד רואי חשבון וחברת נאמנות כדי להבטיח את מימוש הנכסים, אבל תחום פעילותם הוגבל והם לא נקטו בפעולות עצמאיות לבדיקת האישורים, לבדיקת חשבונות העסקאות שנכללו ברישומים החשבונאיים ולבדיקת הכספים של מיידוף. בהטלת מגבלות אלה החמיצה ה־SEC הזדמנות לחשוף את המעילה 16 שנה לפני שמיידוף הודה במעשיו.

ל־SEC היו מספיק מידע וסיבות לבצע חקירות יסודיות יותר על אסטרטגיית ההשקעה של מיידוף ועל התשואות העקביות לאורך זמן משמעותי. ואולם, הרשות הסתפקה בסגירת A&B והשבת הכספים למשקיעים. החוקר הראשי של ה־SEC אמר מאוחר יותר, שהמוניטין של מיידוף כסוחר־דילר השפיע ככל הנראה על אופן בדיקת פעולותיו בידי הצוות חסר הניסיון.

השנים 2000-2001

במאי 2000 הוגשה ל־SEC תלונה בת

ה־SEC מציג: 16 שנים של כיסלון

3/2001
תלונה מפורטת יותר על תרמית הפונזי



5/2000
תלונה לפיה מיידוף מנהל תרמית פונזי



6/1992
ממצאים מחשידים אגב חקירת חברת A&B





חסרת ניסיון ובשלבי התארגנות והתרח-
בות. הקבוצה לא ניסתה לפנות לקבלת סיוע
מהקבוצה המטפלת במנהלי השקעות. הבוד-
קים לא עברו הכשרה ונסיונם נרכש תוך כדי
עבודה, בבחינת "תירגול על רטוב".

הבדיקה היתה מצומצמת מאוד
והתייחסה רק לאפשרות של Front Run-
¹⁵ ning, תוך התעלמות מ"נורות האזהרה"
האחרות. כאשר נשאל מנהל הצוות מדוע
התמקדו אנשיו רק באפשרות זו, השיב: כי זה
היה שטח ההתמחות שלהם.

הוכנה תוכנית חקירה¹⁶, אולם זו נכשלה
בבדיקת הנקודות הקריטיות שעלו בתלונה,
כולל: המבנה החרגי של העמלות של מיידוף,
היקף המסחר באופציות יחסית לנפח השוק,
התשואות המרשימות, אי שכפול שיטת
ההצלחה, חשבונות שאינם תואמים התנה-
גות השווקים, הימצאות החשבונות ב"חניית
מזומנים" בכל סוף חודש, העדר צד שלישי
של ברוקרים והיות המבקר החיצוני של
BMIS צד קשור. כמו כן, לא בוצעו נתיבי
פעולה חיוניים שהותוו בתוכנית העבודה,
כגון אימותים מול צדדים שלישיים.

צוות החקירה הכין טיוטת מכתב לאיגוד
סוחרי ניירות הערך (NASD), על מנת לאמת
את פעולות המסחר על ידי BMIS. בפועל,
המכתב לא נשלח בנימוק שיידרש זמן רב
מדי לניתוח הנתונים שיתקבלו במענה. אם
המכתב היה נשלח, נתוני NASD היו מלמ-

אחד המאמרים ממאי 2001.
לפי אותו מנהל קרן, מיידוף מוצג כסוחר
ב-8¹⁰ מיליארד דולר באופציות, אולם
בבדיקה שערך עם הברוקרים הגדולים ביותר,
לא נמצאו עקבות להיקפי מסחר כאלה בשוק.
כמו כן, העלה את הנקודות הבאות:

< מבנה התעריפים שגבה מיידוף היה
חשוד, מאחר שהיה נמוך משמעותית מזה
שגבו אחרים.

< האסטרטגיה ההשקעית והתשואות
של מיידוף לא שוכפלו בידי איש.

< אין התאמה בין התשואות של
מיידוף לתשואות השוק יותר מ-10 שנים.

< החשבונות של המשקיעים אצל
מיידוף היו בסוף כל חודש במזומן.

< רואה החשבון החיצוני היה צד קשור
לבעלים.

בתלונת מנהל הקרן צוינה האפשרות
שמדובר בשיטת פונזי.

אם בשלב זה הצוות ב-SEC היה מורכב
מחוקרים מתאימים, והיה עורך בדיקות נכר-
נות ומבצע פעולות בסיסיות להשגת אימור-
תים לנתונים על ידי צד שלישי, היתה נחשפת
שיטת הפונזי. בפועל, החמיץ ה-SEC הזדמ-
נות נוספת לחשיפת ההונאה.

שרשרת הכשלונות לא נעצרה כאן.
התלונה הועברה לקבוצת ה-SEC המט-
פלת בסוחרי-ברוקרים ולא לקבוצה המט-
פלת במנהלי השקעות. קבוצה זו היתה אז

2/2004

חקירה האם מיידוף פועל
כיועץ השקעות



5/2003

מנהל השקעות מציג סדרת
"דגלים אדומים"



5/2001

עיתונים כלכליים מפקפקים
בתשואות של מיידוף



דים שמיידוף לא ביצע נפח מהותי מפעולות המסחר, ושיטת הפונזי היתה נחשפת. הצוות נכשל גם בזיהוי "נורות האזהרה" הרבות שעלו מהבדיקות. למשל: טענתו של מיידוף לפיה החברה שלו לא ניהלה קרנות גידור ולא ייעצה להן, נסתרה על ידי המאמרים שדנו בכך שמיידוף ניהל נכסים במיליארדי דולרים.

למרות שהיה ברור שלרשות מיידוף עומדת טכנולוגיה מתקדמת, הוא טען שאינו מתכתב עם לקוחותיו בדוא"ל. החוקרים לא בחנו סתירות אלו לעומק. גם תשובותיו של מיידוף לפניות ה-SEC היו אמורות לעורר חשדות, מאחר שהמידע שמסר לחוקרים לא תאם את המידע שבידם. למשל, תדפיסי החשבונות של מיידוף כללו רק מחירים יומיים ממוצעים ולא מחיר מדויק לכל עיסקה.

החוקרים גילו במפתיע, שקרן הגי-דור המסתורית שלו עושה סכומים גדולים משמעותית מהפעילות המוכרת שלו, של עשיית שוק. למרות זאת, הם לא ראו צורך להעמיק בחקירה.

שנת 2004

בפברואר 2004 הורחבה הבדיקה לשאלה, האם מיידוף פועל כיועץ השקעות למרות שלא נרשם ככזה. הוכן מזכר משפטי לקבלת הסברים, אך הוא לא נשלח. במסמך משלים שהוכן, נדרש מיידוף להמציא דוח מעקב ביקורת שיכלול תאריך, זמן ומחיר ביצוע

לכל פעולות המסחר שלו לשנת 2002. אולם, החוקרים הוציאו מהבקשה דרישה למידע החיוני לחקירה. הסיבה: יהיה קשה להתמודד עם היקף הנתונים הגדול הצפוי להגיע, או בשפת החוקרים – יידרשו "טונות של זמן" לנתח אותם.

כמו כן, לא הוצאו דרישות לקבלת מידע מצדדים שלישיים, למרות שלא היה קושי לקבל נתונים כאלה.

בתחילת אפריל 2004, למרות שהבדי-קת טרם הסתיימו, נדרשו החוקרים לעבור לתיקים אחרים מנימוק של סדרי עדיפויות שונים, והחקירה הוקפאה.

באותו חודש, בחקירה שאינה קשורה למיידוף, גילו חוקרי SEC תכתובת דוא"ל מעניינת¹⁷ מנובמבר ודצמבר 2003 בתאגיד שאינו קשור למיידוף, שכתב אחד מעובדיו. בדוא"ל תיאר אותו עובד "דגלים אדומים" שהוא מזהה בפעילות מיידוף, בהתאם למרבית הנקודות שהועלו כבר ב-2003, כולל מבנה התעריפים.

אחת התכתובות ניתחה, שלב אחר שלב, מדוע דיווחים של מיידוף על המסחר

באופציות חייבים להיות כוזבים. לדברי הכותב, לא ייתכן שמיידוף סוחר בהחלפת אופציות, מאחר שהנפח הקיים אינו מספיק להיקף עליו הוא מדווח; לא ייתכן שהוא סוחר באופציות מעל הדלפק, מאחר שלא יהיה צד שלישי במסחר זה.

העובד הסביר העדר צד שלישי בכך שמאחר שדפוס הפעילות בחשבון של מיידוף מראה, כי המסחר באופציות תמיד רווחי עבורו, אף סוחר לא ירצה להיות בצד השני, כי המשמעות מבחינתו היא הפסד. לדעת העובד, "הביצועים של מיידוף בלתי רגילים".

למרות שהחוקרים הסכימו שהמסחר של מיידוף בלתי רגיל, הם לא פנו לצדדים שלישיים או לאותו סוחר בניירות ערך, לבירור היקפי המסחר האמיתיים. החוקרים שבו ונימקו זאת בכך שלא נהוג לפנות לצדדים שלישיים לקבלת מידע בזמן ניהול חקירה.

במקרה אחד, כאשר עובדת של מיידוף דיברה עם חוקרי ה-SEC, הגיע בבהלה תוך מספר דקות עובד אחר, על מנת להוציא אותה מהישיבה בטענה שזקוקים לה בדחי-

מאבקים שחלקם נבעו מיוהרה, מנעו בין היתר בקשות סיוע של צוותי החקירה (על מנת שלא לחשוף את חוסר הבנתם), תיאום בין היחידות השונות ב-SEC והעברת מידע ביניהן ופנייה לגורמים שלישיים למידע או לעזרה. תופעה זו, המוכרת גם במערכות אכיפה אחרות, גורמת לתקלות ונזקים לא מעטים

10/2005

תלונה שלישית על תרמית הפונזי. תלונה נוספת על תרמית



9/2005

הכנת סיכום החקירה מ-2004



4/2004

החקירה מוקפאת. במקביל מתגלים מיילים מחשידיים





שלא הראה את התשובה לעובדיו ולא נקט כל פעולה נוספת.

בנקודת זמן מסוימת תכננו חוקרי ה-SEC לעמת את מיידוף עם הסתירות בגרסאותיו לגבי מספר לקוחותיו בתחום הייעוץ. כאשר ביקשו ממנו להמציא מסמכים על כך, הפתיע אותם מיידוף ואמר, כי מסר את המסמכים לחקירת הרשות בווישינגטון, עליה לא ידעו החוקרים בניו-יורק.

לאחר שפנו החוקרים לווישינגטון התברר להם שאכן יש חקירה כזו, אולם בפועל היא הוקפאה. עמיתיהם בווישינגטון דאגו לציין, כי מיידוף "מקושר היטב ובעל עוצמה", ונתנו לחוקרים בניו-יורק להבין, כי אין ללחוץ על מיידוף, אלא אם כן יש בידיהם עדות מוצקה. החוקרים בניו-יורק לא הישוו בין הממצאים שהתקבלו בווישינגטון לאלה שלהם.

החוקרים נתקלו בקשיים מאחר שמייידוף לא העביר להם את המסמכים שביקשו. בנתונים שבכל זאת העמיד לרשותם, נמצאו אי התאמות. החוקרים נמלאו ספקות ונתרו עם שאלות רבות על אופן ניהול עסקאות המסחר על ידי מיידוף, גם מול טענתו לפיה פעל לפי "תחושות בטן". במקביל דחף אותם מיידוף לסיים את החקירה בהקדם.

חוקרי ה-SEC הגיעו למסקנה, כי עסקיו הידועים של מיידוף כ"עושה שוק" מניבים הפסדים, ללא פעילות קרן הגידור החשאית שלו. גילוי זה היה מפתיע גם בעיניהם, אולם הם לא ניתחו לעומק את משמעותו. חוקרי ה-SEC הגיעו למסקנה, כי מיידוף

פוט. כאשר שאלו החוקרים את מיידוף לאחר מכן מה הסיבה לבהלה, אמר להם שארוחת הצהריים שלה הגיעה, למרות שהשעה היתה כבר 3 אחרי הצהריים.

מיידוף עשה במהלך החקירה מאמצים להרשים את החוקרים ולפרטט עם החוקרים הצעירים. הוא נהג לזרוק שמות של בכירי רים ב-SEC ולהדגיש את מעמדו בתעשיית ניירות הערך. כך למשל, אמר להם מי ימונה ליו"ר הרשות, מספר שבועות לפני המיני-לדבריו, הוא עצמו נמצא ברשימה הסודית של המועמדים לתפקיד היו"ר. כאשר נחקר בנושא שונה, אמר: "מה אתה מחפש? הרי אינך מחפש Front running!" וקולו עלה לטונים גבוהים.

לאורך כל החקירה היה לחוקרים קושי להתמודד עם מיידוף, שניסה להכתיב להם מה לבדוק ואלו מסמכים לראות. עם זאת, כאשר דיווחו למנהלים על ההתנגדות של מיידוף, הם לא זכו לתמיכתם והללו אף ריפו את ידיהם מלקדם את הנושא.

נעשה ניסיון אחד לפנות לגורם שלישי עצמאי לקבלת מידע, אבל גם לאחר קבלת מענה חשוד, לא נעשה ניסיון לעקוב אחרי התוצאות. אחד המנהלים פנה למוסד פיננסי שמייידוף טען כי הוא משמש כמסלקה לפעור לות המסחר שלו, בבקשה לקבלת הרישור מים לפעולות המסחר של מיידוף או עבורו בתקופה שנקבה. המוסד הפיננסי ענה, שאין פעילות בחשבון של מיידוף באותו זמן¹⁸. המענה לא זכה לתגובה מהמנהל ב-SEC,

12/2008

מיידוף מתוודה על התרמית

8/2006

מיידוף נרשם כיועץ השקעות והחקירה מסתיימת

2008



במסמך משלים שהוכן, נדרש מיידוף להמציא דוח מעקב ביקורת שיכלול תאריך, זמן ומחיר ביצוע לכל פעולות המסחר שלו לשנת 2002. אולם, החוקרים הוציאו מהבקשה דרישה למידע החיוני לחקירה. הסיבה: יהיה קשה להתמודד עם היקף הנתונים הגדול, או בשפת החוקרים - יידרשו "טונות של זמן" לנתח אותם

השקעות, או האם הדיווח של קרן הגידור על משקיעיה נאות. הצוות התמקד בהשוואת מסמכים ומידע שמיידוף סיפק לו, בעוד ללקוחותיו נשלחו מסמכים מזויפים.

צוות החקירה עלה מיד על כך שמיידוף משקר ומציג מצגים כוזבים. בעוד מיידוף אמר לחוקרים שהוא הפסיק להשתמש במסחר באופציות כחלק מהאסטרטגיה שלו, מצאו החוקרים הוכחות מקרנות ה-Feeder, לפיהן מיידוף מודיע למשקיעים, באותו זמן בדיוק, כי הוא סוחר באופציות. למרות זאת, צוות החקירה לא לחץ על מיידוף שיסביר סתירות אלו.

ככל שהתקדמה החקירה, המשיך המת-לונן להעביר לצוות החקירה מידע, אולם מנהל סניף ניו-יורק הסתייג ממנו וסירב לקבל את המידע הנוסף. מערכת היחסים בין המתלונן למנהל הסניף תוארה כ"הפכפכה". בפברואר 2006 ביקש צוות החקירה סיוע בתוך ה-SEC, לניתוח פעולות המסחר של מיידוף. במשך חודשיים וחצי לא קיבל כל מענה לבקשתו.

בהמשך, סקר מומחה למסחר באופציות את פעולותיו של מיידוף במשך 20 דקות בלבד, והגיע למסקנה ששיטת ה-split strike conversion "לא היתה אסטרטגיה שהוא היה מצפה שתצבור תשואות משמעותיות מעבר לשוק". גם ניתוח זה לא הועבר לצוות החקירה.

המומחה אף אמר, שאם היה מודע לכמות הנכסים שנטען כי מיידוף ניהל, הוא היה פוסל את ה-Feeder Front running כאפשרות להסביר את החששות של מיידוף. בסופו של יום, צוות החקירה לא קיבל כל מידע מתוך ה-SEC.

גם במהלך חקירה זו, לא ידע הצוות לפרש פעולות בסיסיות של מיידוף ונתקל בקשיים בהבנת אסטרטגיית המסחר שלו, ולמעשה לא הבין איך מיידוף עבד. למרות זאת, הוא לא פנה לקבלת סיוע ממומחים אחרים או ממחלקות אחרות ברשות.

לדוגמה: מיידוף טען שחלק מפעילות הסחר שלו התנהל באירופה, אולם צוות החקירה לא ביקש סיוע ממשד ה-SEC האחראי על קשרי חוץ. סיוע כזה היה מגלה שמיידוף לא סחר בניירות ערך באמצעות סוחרים ודילרים זרים ולא היו לו אופציות

סחר מיידוף לכאורה. הסניף האיזורי שקבל את התלונה מצא אותה אמינה. בשל מיקום משרדיו של מיידוף בניו-יורק ומאחר שסניף הרשות בעיר כבר עסק בנושא, הוחלט להעביר את התלונה לטיפולו. אלא שהתלונה הועברה לצוות חסר ניסיון בחקירה של שיטת פונזי.

מרבית החקירה נוהלה על ידי עורכת דין שסיימה את לימודיה זמן קצר קודם לכן, ללא ניסיון בניהול צוות חקירה וניסיון דל בחקירת קודמות. החקירה של מיידוף היתה משימתה הראשונה בתחום של סוחר-דילר.

צוות החקירה בניו-יורק הסתייג מהתלונה מיד עם קבלתה והטיל ספק בנתונה, בטענה שלא סופקו בידי משקיע או גורם פנימי. הצוות תייג את המתלונן כמתחרה של מיידוף, השואף לקבל פרס כספי על גילוי, למרות שהסניף שקיבל את התלונה במקור, דיווח על אמינות המתלונן.

סיבה נוספת להסתייגות סניף ניו-יורק: מיידוף אינו תואם "פרופיל" של מנהל שיטת פונזי, מאחר שנמנה על אחד האנשים המכובדים מהקהילה. הסניף עיכב בחודשיים את רישום התלונה, וכתוצאה מכך תלונה נוספת, שהגיעה אף היא באוקטובר 2005, לא הוצגה לבה עם תלונה זו.

בתלונה השנייה שהוגשה באוקטובר 2005, כותב המתלונן: "ידוע לי כי חברת מיידוף חשאת מאוד ואינה מוכנה למסור שום דבר על פעולותיה. אם חשדותי נכונים, אזי הם מנהלים שיטה מתוחכמת ביותר בהיקף מסיבי והם עושים זאת כבר הרבה זמן... לאחר פרק זמן קצר, החלטתי למשוך את כל כספי (מעל 5 מיליון דולר)".²¹

החקירות שכן נוהלו, התמקדו בסוגיות צרות מאוד. למרות שהתלונה עסקה בביצוע מירמת פונזי, צוות החקירה התמקד בשאלות כגון האם מיידוף צריך להירשם כיועץ

אינו מעורב ב-Feeder Front running, אולם מצאו נקודות אחרות שלגביהן רצו להרחיב את החקירה. ואולם, סגן המנהל האיזורי של הרשות דחה את בקשתם והורה להם להתמקד בבדיקת Feeder front running בעסקאות של מיידוף.

כאשר החוקרים דיווחו שמיידוף משקר בחקירתו, מיתן הסגן מנהל את עמדתו באומרו: "ייתכן שזה רק עניין של סמנטיקה". בקשת החוקרים להרחיב החקירה לקרנות ה-Feeder, שהיו קשורות למיידוף, נדחתה בטענה שהזמן המוקצב לחקירה הסתיים.

כך הסתיימה חקירה נוספת של ה-SEC, מבלי שצוות החקירה הבין איך מיידוף השיג את התשואות שלו ועם שאלות פתוחות על פעולותיו. רבים מהנושאים שהועלו בתלונות מנהל קרן הגידור ושעלו גם בדוא"ל של אותו עובד, לא נותחו או נפתרו.

בספטמבר 2005 הכינה ה-SEC¹⁹ דוח מסכם של החקירה בשנה הקודמת, שהסתמך בעיקרו על דברי מיידוף לחוקרים. על בסיס חקירה זו קודם אחד החוקרים של ה-SEC.

השנים 2005-2006

באוקטובר 2005 הוגשה גירסה שלישית של התלונה ממאי 2000 ומרס 2001. התלונה נשאה את הכותרת: "קרן הגידור הגדולה בעולם היא הונאה". התלונה²⁰ כללה כ-30 סימנים מעידים, המצביעים על כך שמיידוף מנהל תרמית פונזי. סימני ההתרעה היו דומים לאלה שהוצפו בתלונות הקודמות, אך מפורטים יותר. ניתן לחלק אותם לשלוש קטגוריות:

- < השאיפה האובססיבית של מיידוף לסודיות.
- < התשואות הבלתי-אפשריות של מיידוף ובעיקר העקביות שלהן.
- < הנפח הלא-ריאלי של האופציות בהן

6. "קטיפת דובדבן" – הצבעה על מקרים בוודדים או נתונים, אשר יש בהם לאשר עמדה מסוימת, תוך התעלמות מהחלק הניכר של המקרים הקשורים או נתונים שעשויים לסתור את העמדה הזאת.
7. נספח 324 לדוח ה-OIG.
8. נספח 301 לדוח ה-OIG.
9. נספח 104 לדוח ה-OIG, עמודים 3-4.
10. Depository Trust Company (DTC) - מסלוקת ניירות הערך האמריקנית.
11. עמ' 31 לדוח ה-OIG.
12. בין השאר, שימש מיידוף כיו"ר נסדא"ק וחבר במועצת המנהלים של בית הספר למינהל עסקים של "ישיבה יוניברסיטי". BMIS נחשבה כאחת מהפירמות המובילות בעולם בתחום עשיית שוק. מיידוף היה ידוע גם כנדבן.
13. נספח 134 לדוח ה-OIG.
14. נספחים 135 ו-146 לדוח ה-OIG.
15. Front Running הוא סוג של מסחר לא חוקי על בסיס מידע פנים. מתרחש כאשר הברוקר סוחר בנייר ערך מסוים על בסיס תוצאות ניתוחים העומדים להתפרסם, לפני שלקוחותיו מקבלים את המידע.
16. נספח 165 לדוח ה-OIG.
17. נספחים 210-213 לדוח ה-OIG.
18. נספח 241 לדוח ה-OIG.
19. נספח 263 לדוח ה-OIG.
20. נספח 268 לדוח ה-OIG.
21. נספח 299 לדוח ה-OIG.
22. נספח 267 לדוח ה-OIG.
23. נספח 366 לדוח ה-OIG.
24. נספח 365 לדוח ה-OIG.
25. עמ' 333 לדוח ה-OIG.
- ימים²⁵ ושיחת טלפון אחת ל-DTC על מנת לגלות שמידוף לא קיים כל פעילות מסחרית עבור משקיעיו.

אפילו

הכישלון העיקרי של ה-SEC היה בכך שהחוקרים ומנהליהם לא פנו לצדדים שלישיים כדי לאמת את הנתונים שנאספו בחקירה או הופיעו בתלונות שקיבלו. הדרך הטובה ביותר לגלות מירמת פונזי, היא להשיג אימותים מצדדים שלישיים כגון DTC, NASD וסוחרים אחרים. פעולה כזו לא נעשתה, כתוצאה מהכשלים שתוארו בתחילת מאמר זה.

הליקויים בתפקיד ה-SEC, באופן לא מפתיע, מוכרים מפעילות גופי אכיפה בעולם ובישראל ולכן יש חשיבות ללמוד ולתקן ליקויים אלה, על מנת להימנע מהם בעתיד. דוח החקירה של OIG מסכם: "למרות מספר התלונות האמינות והמפורטות שקיבלה, ה-SEC מעולם לא ערכה בדיקה או חקירה ראויה של פעולות המסחר של מיידוף ומעולם לא נקטה בצעדים הנדרשים, אף הבסיסיים שבהם, לקבוע אם מיידוף ניהל פעילות בשיטת פונזי. אם מאמצים אלה היו נעשים, עם מעקב ראוי, בכל זמן שהוא, בין יוני 1992 לדצמבר 2008, ה-SEC היתה מגלה את הפעילות בשיטת פונזי הרבה לפני שמייידוף התוודה על מעשיו".

הערות

1. בפרסומים האמריקניים השיטה מכונה "הפונזי של מיידוף".
2. דוח החקירה מצביע על שש תלונות, כאשר זו מדצמבר 2006 נשלחה שוב ליו"ר ה-SEC במרס 2008.
3. <http://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509.pdf>
להלן: "דוח ה-OIG".
4. רשימת הנספחים: www.sec-oig.gov/Reports/Other/PublicExhibitList.doc
5. עמ' 224 לדוח ה-OIG.

מעל הדלפק, הקשורות לגופים מאירופה. בשלב קריטי של החקירה, הצוות התעלם מעצותיו של פקיד בכיר ב-NASD, לדחות את חקירת מיידוף לשלב מאוחר יותר, מאחר שאינם ערוכים לחקירה כזו. לדבריו, עליהם "לעשות עוד קצת שיעורי בית לפני שיהיו מוכנים לדבר עם מיידוף". למרות זאת, לא נדחתה החקירה.

מיידוף סיפק בחקירתו תשובות סותרות ומידע שבאמצעותו ניתן היה לגלות שהוא מנהל תרמת פונזי. למרות המידע שקיבל, צוות החקירה לא המשיך את החקירה בכיוון זה.

לדוגמא: כאשר צוות החקירה שאל את מיידוף איך הוא יכול להשיג תשואות כאלה גבוהות באופן עקבי, לא נתן מיידוף תשובה, אלא תקף את המפקחים בשיעורי התשואה שלו, כולל בפרסומים השונים. הוא אמר שהתשואות המרשימות הושגו בעזרת תחור שות בטן שלו, מתי להיכנס ולצאת מהשוק: "יש אנשים שמרגישים את השוק. יש אנשים שיודעים איך לנתח את המספרים עליהם האם מסתכלים".

מאחר שצוות החקירה היה בלתי מנוסה ולא הבין במסחר באופציות וניירות ערך, הוא לא הבחין שלמעשה מיידוף לא נתן תשובה הגיונית לתשואות הגבוהות שהציג²².

פנייה לצד שלישי היתה חושפת מיידית שמייידוף אינו סוחר בהיקף שטען. כך למשל: ב-31.1.2005 הציג אישור היתרה שסיפק מיידוף לאחד מחשבונות ה-Feeder, שנוהל אצלו, יתרה של 2.5 מיליארד דולר של מניות S&P 500²³. לעומת זאת, רישומי DTC מראים שמייידוף החזיק פחות מ-18 מיליון דולר בחשבונו.²⁴

יתר על כך: ב-19.5.2006, היום שבו נחקר מיידוף ב-SEC, הראו רישומי DTC על החזקת של 24 מיליון דולר. ב-10.8.2006, היום בו הסכים מיידוף להירשם כיועץ השקעות וצוות החקירה סיים את חקירתו, הוחזקו בחשבונו מניות בשווי של 28 מיליון דולר בלבד – כלומר: 1% מהסכום המוצהר.

אם צוות החקירה היה בוחן מידע זה, הוא היה מגלה מיידית שמייידוף אינו סוחר אפילו בחלק קטן מההיקף המיליארדים עליו דיווח ללקוחותיו. לאחר גילוי המירמה, העיד היועץ המשפטי של ה-SEC, נדרשו רק מספר